

日米マネタリーベース、日本の劣勢一服

円高緩和、金利差縮小抑制、日本株の出遅れ修正を支援

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/2/5 (金)

日米マネタリーベース（資金供給量）は前年比伸び率で、昨春以降の米国優勢と日本劣勢に歯止めが掛かってきた。資金供給のダブつき比較でドル安・円高を緩和させるほか、米国－日本の金利差縮小の抑制、対米国株比での日本株の出遅れ修正が支援されやすい。両中銀による緩和強化の可能性についても、米国では新政権による財政支出増強の援軍、コロナワクチンの接種拡大と感染減、供給制約や資源高による物価上昇などで「対日本比」優位性や先行性が見られつつあり、相対比較で米国の緩和余地の狭まりが意識される。

日米マネタリーベース格差、ドル/円と相関性

「(菅義偉首相の苦境を受け、改めて菅政権が継承したアベノミクス路線は岐路に立っているが) 菅首相の後継としては、河野太郎行革相が急浮上してきた。河野氏は麻生派の所属であり、領袖である麻生太郎財務相はまだまだ意気軒昂だ。仮りに10月が任期の衆院選前に選挙対策として河野政権が誕生した場合、麻生氏は後見人として副総理兼財務相ポストを続投する可能性がある。麻生氏の影響力が続く限りは、誰が首相でもアベノミクスの基本路線は踏襲されるのではないかと」――。

ある官邸周辺筋はこのような解説を行う。麻生氏は1月26日に昨年12月のCPI（消費者物価指数）が10年3カ月ぶりのマイナス幅に落ち込んだ際、「2012年に自民党が政権へ復帰して以来、デフレではない、という状況をつくり出すことに重きを置いてきた」、「引き続き日銀と緊密に連絡を取り、デフレ脱却という大方針に対応していく」と発言。まだまだ財務相として、脱デフレに取り組む覚悟を表明している。

政府と日銀の連携でいえば、麻生氏と盟友関係にある日銀の黒田東彦総裁は任期が2023年4月となっている。来年2022年からは、次期総裁選びが本格化していく。あくまで景気と物価次第とはいえ、現状の菅政権、もしくは河野新政権などで「麻生財務相」が続いている限りは、麻生氏の影響力のもと、現状の黒田緩和路線やアベノミクス路線の継続を前提に人選が行われる可能性がある。

そうした超緩和策の超長期化も焦点になるなか、日銀のマネタリーベースは最新1月に平均残高が611兆4206億円と、10カ月連続で過去最高を更新した。コロナ対応オペや国庫短期証券の買い入れ増などにより、前年比は+18.9%と2017年5月以来の大幅プラスとなっている。昨年12月も+18.3%と高い伸び率となっていた。

かたや米国ではFRBのマネタリーベース残高が、昨年12月に前年比+52.0%となった。依然として高水準ながらも、伸び率自体は昨年5月の+58.7%を最高として鈍化している。結果、日本（日銀）－米国（FRB）のマネタリーベース前年比格差は、昨年12月に-33.7%の日本劣勢となった。昨年5月の-54.8%という日本劣勢をボトムとして、格差が縮小へと転じている。

為替相場では資金供給のダブつき比較で、ドル安・円高の圧力を緩和させていく。過去に同格差で日本の大幅マイナス劣勢が続いた局面では、2011年7月の-19.7%で底入れとなっていた。ドル/円は当時のドル安モメンタムが慣性的に持続したが、結果論として3カ月後となる同年10月の75円前後で大底をつけている。現在もなお、過去ドル最安値となっている水準だ。

その前の日本劣勢局面では、2006年11月に同格差が-25.2%で底入れとなった。ドル/円は翌月の114円前後でドルが底入れとなり、翌2007年6月の124円超えまでドル高トレンドが形成された実績を有している。

日経平均はNYダウに数値で追随、緩和が後押し

日米マネタリーベースでの日本劣勢一服は、10年債などの金利動向でも日本では伸び増加が金利抑制につながる。かたや米国では伸び鈍化が、金利の上昇につながりやすい。結果、昨年3月からの米国－日本の金利差縮小に歯止めを掛けるものだ。過去実績でも同格差と米日金利差は密接な相関性を有しており、ドル/円ではドルの底固めや下限切り上がりの支援材料となる。

株式市場への影響では日米で良くも悪くも「過剰流動性相場」の基本は維持されるなか、資金供給伸び率での日本劣勢一服は、日本株の米国株比での出遅れ修正を後押しさせる。

日経平均株価とNYダウの水準比較では、日本での1990年代からの不良債権問題や金融システム不安の一段落とリーマン・ショックを経た2009年以降、数値面でNYダウの先行上昇と日経平均の遅行追随「節目超え」というパターンが繰り返されてきた。例えばNYダウは2013年5月から1万5000ドルの節目超えが定着してきたが、日経平均は「6カ月後」の2013年11月から1万5000円超えが定着となっている。

続いて2万超えはNYダウ（単位はドル）が2017年1月以降で、日経平均（円）は「5カ月後」、2万5000超えはNYダウが2018年5月以降で、日経平均

は時間が掛かりながらも「30 カ月後」の昨年 11 月から上抜け定着となっている。現在の NY ダウは、昨年 11 月から 3 万超えとなってきた。足元の今年 2 月は 3 カ月後となっているが、先行き日経平均は調整下落や日柄調整での横這いを経ながらも、遅行追随による 3 万超えの可能性が残されている。

日米の中銀によるマネタリーベース比較では、今後も日銀は緊急事態宣言の延長や 3 月の年度末越え資金繰り支援などにより、一定の資金供給拡大を持続させる可能性が高い。かたや FRB は今年 3 月で昨年 3 月からの大規模緩和策が 1 年の経過となり、「前年比」での伸び率は反動鈍化となっていく。

同時に FRB による今後の緩和強化については、必要性の低下や障害も見られ始めた。具体的には、1) バイデン新政権による追加経済対策などでの財政支出援軍（2 日には与党民主党から、野党共和党の賛

成を必要とせずに上院で成立させる「財政調整措置」の準備も）、2) 株式市場での特定銘柄の乱高下といった緩和副作用とバブル懸念の表出、3) 供給制約や資源高、昨年からのドル安などによる物価上昇（米国の重要先行指標である ISM 製造業景況指数では、最新 1 月に「仕入価格」が 2011 年 4 月以来の高水準に上昇）——といった事象が見られている。

いずれも日本に対し、優位性や先行性を有するものだ。コロナ感染でも、米国ではワクチン接種の始動と拡大、感染者の減少転換などで日本に先行してきた。IMF による 1 月 26 日の最新・世界成長見通しでは、2021 年に米国が前回比 +2% 上方修正の +5.1% に対し、日本は +3.1% 程度と出遅れる見込みだ。日米の中銀による緩和（資金供給）度合いの相対比較では、回復が遅れる日本のほうの緩和優位へ向かう可能性を秘めている。



